

Ekonomik Özgürlüğün Borsa Performansı Üzerindeki Etkisinde Demokrasi İndeksinin Aracı Rolü¹

The Role of The Democracy Index in The Effect of Economic Freedom on The Stock Exchange Performance

Fahrettin Pala²

Öz

Literatürde ekonomik özgürlükler ve demokrasinin sermaye piyasası üzerindeki etkisi tartışılan konulardan biri olmasına rağmen, sonuçlar halen daha belirsizliğini korumaktadır. Özellikle son yıllarda belirli kurumların özgürlükler ile ilgili yapmış olduğu indeksler sayesinde özgürlükler ölçülebilir hale gelmiştir. Bu sayede ülkelerin özgürlüklerinde meydana gelen gelişmelerin finansal performansları üzerindeki etkilerinin neler olduğuna ilişkin tahminler yapılabilmektedir. Bu nedenlerden dolayı çalışmanın amacı, 33 gelişmekte olan ülkenin 2019 yılı verilerinden yararlanarak ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünü Yapısal Eşitlik Modeli (YEM) ile tahmin etmektir. Bu amaç doğrultusunda araştırma kapsamındaki değişkenlerin analizinde SPSS ve SmartPLS3 paket programlarından yararlanılmıştır. Analiz sonuçları, ekonomik özgürlük indeksi ile borsa performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı gibi ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünün olmadığını ortaya koymuştur. Ancak ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasında ise anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler: Borsa Performansı, Ekonomik Özgürlük, Demokrasi İndeksi

Abstract

Although the impact of economic freedoms and democracy on the capital market is one of the discussed topics in the literature, the results are still uncertain. Especially in recent years, freedoms have become measurable thanks to the indexes made by certain institutions regarding freedoms. In this way, predictions can be made about the effects of the developments in the freedom of countries on their financial performance. For this reasons, the purpose of the study is to estimate the mediating role of the democracy index with the Structural Equation Model (SEM) in the impact of economic freedom on the stock market performance by using the 2019 data of 33 developing countries. For this purpose, SPSS and SmartPLS3 package programs were used in the analysis of variables within the scope of the research. The results of the analysis revealed that there is no significant relationship between the economic freedom index and stock market performance, and the democracy index does not play a role in the effect of economic freedom on stock market performance. However, it revealed a significant relationship between the economic freedom index and the democracy index.

Keywords: Stock market performance, Economic Freedom, Democracy Index

Araştırma Makalesi [Research Paper]

Submitted: 08 / 12 / 2020

Accepted: 25 / 12 / 2020

¹ Bu çalışma 03-05 Aralık 2020 tarihleri arasında Gümüşhane Üniversitesi Ev Sahipliğinde Gerçekleştirilen International Scientific Researches Congress/Uluslararası Bilimsel Araştırmalar Kongresinde Sözlü Olarak Sunulan Bildirinin Genişletilmiş ve Revize Edilmiş Şeklidir.

² Dr. Öğr. Üyesi, Gümüşhane Üniversitesi, Kelkit Aydın Doğan Meslek Yüksek Okulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, fahrettinpala@gumushane.edu.tr, ORCID: 0000-0001-9565-8638

Giriş

Kalkınma sürecinin temel unsurlarından biri olarak bilinen finans sektörü, sadece ekonomik gelişme düzeyi farklı ülkeler arasında değil, ekonomik gelişme düzeyi benzer olan ülkeler arasında da var olan finansal gelişmişlik farklılıkları literatürde önemli bir araştırma konusudur (Torun ve İlgün, 2018: 181). Finansal gelişmişlik düzeyine etki eden unsurlardan biriside kurumsal yapı içerisinde yer alan özgürlükler konusudur. Bu doğrultuda çalışma ekonomik özgürlük, demokrasi indeksi ve borsa performansı üzerine yoğunlaşmıştır.

Özgürlük kavramı değişik şekillerde tanımlanan, ancak temelde siyasi, sivil ve ekonomik hakların bütünü olarak ifade edilebilen bir kavramdır. Özgürlük düzeyi yüksek olan ülkelerin özgürlük düzeyi düşük olan ülkelere göre refah seviyesi açısından daha ileride oldukları bilinmektedir. Özgürlükler ekonomik, siyasi ve sivil özgürlüklerden oluştuğu için bunlardan birinin gerçekleşmemesi durumunda genel olarak özgürlüklerde tehlikeye düşebilmektedir. Özgürlüklerin ülkelerin finansal performansları üzerindeki etkilerinin neler olduğu ve bu ülkelerin özgürlük düzeylerinin birbirleriyle kıyaslanabilmesi için özgürlüklerin nicel olarak ölçülebilir olması gerekmektedir (Tunçsiper ve Biçen, 2014: 26). Son yıllarda özgürlükler ile ilgili olarak belirli kurumların yapmış olduğu indeksler sayesinde özgürlükler ölçülebilir hale gelmiştir. Bu sayede ülkelerin özgürlüklerinde meydana gelen gelişmelerin finansal performansları üzerindeki etkilerinin neler olduğuna ilişkin tahminler yapılabilmektedir. Soyut bir kavram olan özgürlük kavramının ölçülebilir hale gelmesiyle birlikte araştırma ve analizlerde değişken olarak kullanılabilir, karşılaştırılabilir ve değerlendirilebilir hale gelmiştir.

Ekonomik özgürlüğün birçok tanımı vardır. Ancak çoğu araştırmacı, bunun güvenli mülkiyet haklarını (yasal olarak edinilmiş nesnelere ve haklarla ilgili olarak), diğer yerli ve yabancı kuruluşlarla anlaşmalara girme özgürlüğünü, koşullara devlet müdahalesinin olmayışını (gönüllü anlaşmalar ve aşırı vergilendirme veya beklenmeyen enflasyon yoluyla mülke el konulmaması) içerdiği konusunda hemfikirdir (Hanke ve Walters, 1997; Piatek vd., 2013). Aynı zamanda, ekonomik özgürlük varsayımının yerine getirilmesinin, mülkiyet haklarının devlet tarafından korunması ve akdedilen anlaşmalara uyulması da dahil olmak üzere hukukun üstünlüğünün varlığı anlamına geldiği vurgulanmaktadır (Wu ve Davis, 1999; Berggren, 2003; Piatek vd., 2013). Araştırma kapsamında yer alan ekonomik özgürlükler ile ilgili geliştirilen iki indeks mevcuttur. Bunlardan birincisi 1974 yılında Kanada kökenli Fraser Enstitüsünün (Fraser Institute) hazırlanmış olduğu Dünya Ekonomik Özgürlüğü (Economic Freedom of the World: EFW) indeksidir. İkincisi ise 1973 yılında ABD kökenli Heritage Vakfının (Heritage Foundation) Wall Street Journal ile birlikte hazırlanmış olduğu, "Ekonomik Özgürlük İndeksi" (Index of Economic Freedom, IEF) dir. Bu indekslerin hesaplanmasında kullanılan kriterlerin bazılarında farklılıklar olsa da bu indeksler hemen hemen aynı sonuçları vermektedir (Tüter Şahinoğlu ve Giray Yakut, 2019: 4).

Araştırma kapsamına alınan bir diğer değişken de demokrasi indeksidir. Bir ülkenin refahı için bir siyasi sistem demokrasinin veya diktatörlüğün önemi çok uzun zamandır araştırmacılar açısından ilgi alanı olmuştur. Özgür insan perspektifinden siyasal özgürlük sunan sistem demokrasidir (Piatek vd., 2013: 268). Demokrasi devlet sistemleri ve ekonomik sistemlerin kendine özgü özelliklerinin çağa uygun olarak ortaya çıkması ile farklı uygulamaları tanımlamak için kullanılan önemli bir kavram haline gelmiştir (Münyas, 2020: 43). Demokrasi soyut bir kavram olmasına rağmen son dönemlerde geliştirilen indekslerle birlikte sayısal olarak ölçülebilir hale gelmiştir. Demokrasi indeksini hesaplayan iki kurum mevcuttur. Bunlardan birincisi 1946 yılında kurulan İngiliz The Economist Intelligence Unit (The EIU) kurumu, diğeri ise 1941 yılında ABD'de kurulan Freedom House kuruluşudur. Araştırma kapsamına alınan bir diğer değişken ise borsa performansıdır. Literatürde borsa performansının belirleyicisi olarak farklı göstergelerin kullanıldığı görülmektedir. Bu değişkenler; işlem hacmi, işlemlerin miktarı, sözleşmelerin sayısı, işlem gören şirketlerin sayısı ve endeks değerleri (Karamustafa ve Karakaya, 2004: 23), piyasa değeri ve çarpanlar (Thomsen ve Pedersen, 2000; Lins, 2003; Welch, 2003), hisse senedi getirisi (Han ve Suk, 1998) gibi değerlerdir. Çalışmada da borsa performansı olarak ülkelerin önemli borsa endeksleri kullanılmıştır.

Çalışma amacı doğrultusunda giriş kısmı açıklandıktan sonra üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde literatür taraması yapılarak, literatüre paralel şekilde geliştirilen araştırmanın hipotezleri açıklanmıştır. İkinci bölümde araştırmanın modeli, yöntem ve veri seti, analiz, bulgular ve yorumlarından oluşan metodoloji bilgilerine yer verilmiştir. Üçüncü ve son bölüm ise sonuç ve değerlendirme kısmından oluşmuştur.

1. Literatür Taraması ve Araştırmanın Hipotezleri

Yapılan literatür değerlendirmesi sonucunda, gerek ekonomik özgürlük ile borsa getirisi arasında, gerek ekonomik özgürlük ile ekonomik büyüme arasında, gerekse demokrasi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine çok sayıda ampirik ve teorik çalışma mevcutken, ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolü üzerine yapılmış yok denecek kadar az çalışma olduğu tespit edilmiştir. Böyle bir çalışmanın olmaması önemli bir boşluktur. Çalışmanın bu boşluğu doldurarak literatüre bu anlamda önemli katkı sağlaması beklenmektedir.

Literatürde ekonomik özgürlük ile sermaye piyasası arasındaki ilişkiden söz edilmektedir. Ancak yapılan birçok çalışmada bu ilişkide fikir birliğinin olmadığı söylenebilir. Bu konu ile ilgili yapılan önemli çalışmaların bazıları ile ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ve demokrasinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi üzerine yapılan önemli çalışmaların bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Kılıcı (2019) çalışmasında, Türkiye ekonomisi için 1995-2018 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlükler indeksi ile hisse senedi piyasası endeksi arasındaki ilişkiyi Fourier KPSS ve Fourier Granger Nedensellik analizleri ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlük ile BIST 100 endeksi arasında her hangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Burnie (2019) çalışmasında, Dünya genelindeki 87 hisse senedi piyasasının 1995 Aralık ile 2016 Haziran ayları arasındaki verilerinden yararlanarak, demokrasi, diktatörlük ve ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisini regresyon analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, hisse senedi piyasalarının, ekonomik özgürlük endeksi verilerinin açıklanmasına olumlu tepki verdiğini tespit etmiştir. Qiu (2016) çalışmasında, ABD ekonomisi için 2003-2007 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ve hisse senedi fiyatlarının istikrarı arasındaki ilişkiyi En Küçük Kareler Yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüğün hisse getirisi üzerinde önemli etkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Rasiah vd. (2016) çalışmalarında, Malezya ekonomisi için, 1995-2003 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüğün uzun vadede Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası üzerinde etkisi olmadığı, ancak kısa vadede önemli etkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Paramati vd. (2016) Avustralya'nın, Çin'in, Hong Kong'un, Hindistan'ın, Endonezya'nın, Japonya'nın, Malezya'nın, Filipinler'in, Singapur'un, Güney Kore'nin ve Tayland'ın yer aldığı çalışmasında, 2003-2007 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ve borsanın karşılıklı etkileşimini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, Ekonomik özgürlük alt boyutlarından, iş özgürlüğü, hükümet harcamaları ve yatırım yapma özgürlüğünün anılan ülkelerin borsa bağımlılıklarını önemli ölçüde etkilediği sonucunu ortaya koymuştur. Eldomiaty vd. (2016) çalışmalarında, 13 MENA ülkesi için 1996-2013 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, kurumsal kalite, ekonomik özgürlük ve borsa oynaklığı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlük boyutlarından; etkili bir yasal uygulama ile etkili düzenlemelerin olması durumunda borsa oynaklığının azaltılabileceği sonucunu ortaya koymuşlardır.

Polat vd. (2013) çalışmalarında, Malezya ekonomisi için 1995-2011 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ile borsa gelişimi arasındaki nedensellik ilişkisini Yapısal Eşitlik Modeli (YEM) yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlük ile borsa gelişimi arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Smimou ve Karabegovic (2010) çalışmalarında, MENA bölgesi ekonomileri için 2000-2007 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucu, ekonomik özgürlüğün hisse senedi getirisi üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Chen ve Huang (2009) çalışmalarında, Heritage Foundation kuruluşunun ekonomik özgürlüğünü hesapladığı 157 ülke ekonomisi için 1995-2006 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüğün hisse senedi ve borsa oynaklığı üzerinde etkisini regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucu, ekonomik özgürlüğün hisse senedi ve borsa oynaklığı üzerinde çok az etkili olduğu sonucunu ortaya koymuştur.

Altınar ve Sungur (2019)) çalışmalarında, seçilmiş 17 yükselen piyasa ekonomisi için 1995-2015 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüklerin büyüme üzerindeki etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüklerin büyüme üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğunu, ancak ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme sürecine katkısının sınırlı düzeyde olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Bayramoğlu ve Çelebi Boz (2017) çalışmalarında, OECD üyesi 17 ülke ekonomisi için 1998-2013 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüğün büyüme üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucu, ekonomik özgürlüğün büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Erkuş (2016) çalışmasında, üst orta gelir gurubuna sahip 24 ülke ekonomisi için, 1996-2001 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, Ekonomik özgürlüklerin ekonomik performans üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüklerin ekonomik performans üzerinde olumlu etkisi olduğu, ancak ekonomik özgürlük değişkeninden ekonomik performansa ve ekonomik performanstan da kurumsal göstergelere doğru anlamlı herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı sonucunu ortaya koymuştur. Öztürk Çetenak ve Işık (2016) çalışmalarında, OECD üyesi yüksek gelirlili 32 ülke ekonomisi için 1995-2014 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüğün ekonomik büyümeye olan etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüklerin ekonomik büyümeyi etkilediğini ortaya koymuştur.

Gorlach ve Le Roux (2015) çalışmalarında, Güney Afrika Kalkınma topluluğu üyesi (SADC) 13 ülke ekonomisi için 2000-2009 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlük ile GSYİH arasında pozitif bir ilişki olduğu, ancak hükümet harcamalarının büyüme üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Ayrıca ekonomik özgürlük alt boyutlarının tamamının büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu, bu etkinin esneklik parametrelerinin değiştiğini de ifade etmişlerdir. Tunçsiper ve Biçen (2014) çalışmalarında, Türkiye'nin de içinde bulunduğu 9 yükselen piyasa ekonomileri için

2000-2012 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüklerin büyüme üzerindeki etkilerini panel veri analiziyle incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlük boyutlarından mülkiyet haklarının ve yatırım yapma özgürlüğünün ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif, çalışma ve ticaret özgürlüklerinin ise pozitif yönde etkili olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Ayrıca çalışma sonuçları genel ekonomik özgürlüklerin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını da ortaya koymuştur. Akıncı vd. (2014) çalışmalarında, 50'si gelişmiş, 71'i gelişmekte olan ve 23'ü de az gelişmiş olmak üzere toplam 144 ülke ekonomisi için 1995-2012 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüklerin büyüme üzerindeki etkilerini panel veri analiziyle incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlükler ile büyüme arasında uzun dönemde bir ilişkinin olduğunu, ekonomik özgürlüklerin ekonomik büyümenin nedeni olduğu ve ekonomik özgürlüklerin ekonomik büyüme sürecini hızlandırdığı sonucunu ortaya koymuştur.

Dawid vd. (2013) çalışmalarında, Sosyalizm sonrası 25 ülke ekonomisi için 1990-2008 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Granger nedensellik analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlükten ekonomik büyüme doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu ve bu ilişkinin yönünün de pozitif olduğu, ancak politik özgürlüklerin ekonomik büyüme üzerinde etkisinin olmadığı sonucunu ortaya koymuştur. Zaman vd. (2011) çalışmalarında, Pakistan ekonomisi için 2000-2007 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ve yoksul yanlısı büyüme arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüğün yoksul yanlısı büyümeyi güçlü bir ilişki etkilediği, ayrıca iş özgürlüğü ve/veya ticaret özgürlüğü arttıkça ekonomik büyümenin de arttığı sonucunu ortaya koymuştur. Beşkaya ve Manan (2009) çalışmalarında, Türkiye ekonomisi için 2000-2007 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik özgürlük ile ekonomik performans arasındaki ilişkiyi zaman serisi analiziyle incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlüklerin ekonomik performansı pozitif yönde etkilediği sonucunu ortaya koymuştur.

Literatürde ekonomik özgürlük ile sermaye piyasası arasındaki ilişki üzerine yapılan birçok ampirik ve teorik çalışmada ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinin ya pozitif yönde olduğu ya da anlamlı bir ilişki olmadığı yukarıda incelenen bir çok yerli ve yabancı çalışmada belirtilmiştir. Aynı şekilde ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ya pozitif, ya negatif ya da anlamlı olmadığı yukarıda incelenen birçok yerli ve yabancı çalışmada belirtilmiştir. Bu çerçevede teorik kuramın temel argümanları doğrultusunda literatüre paralel bir şekilde aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H1: Ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

Tüter Şahinoğlu ve Giray Yakut (2019) çalışmalarında, 45 Avrupa ülke ekonomisi için 2017 yılı verilerini kullanarak ekonomik özgürlük ile ekonomik büyüme arasında ki ilişkide demokrasi indeksinin aracı rolünü Kısmi En Küçük Kareler Yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, en güçlü etkinin ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasında olduğu ve ilişkinin anlamlı ve pozitif yönde olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çerçevede teorik kuramın temel argümanları doğrultusunda literatüre paralel bir şekilde aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H2: Ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

Arlı vd. (2019) çalışmalarında, OECD üye ülke ekonomileri için 2010-2018 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasinin sermaye piyasası üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma sonucu, uzun vadede demokrasi ile borsa performansı arasında bir ilişki olduğunu, kısa vadede ise her hangi bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Akkaya (2018) çalışmasında, Türkiye ekonomisi için, 1996-2015 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, BIST-100 Getiri Endeksi ile demokrasi arasındaki ilişkiyi regresyon ve Granger nedensellik analizleriyle incelemiştir. Çalışmanın regresyon analizi sonucuna göre demokrasi kalitesi ile BIST-100 getirisi arasında istatistik olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde çalışmanın Granger nedensellik analizi sonuçları da BIST-100 Getiri Endeksinden demokrasi kalitesi ve hukuk devletine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur. Torun ve İlgün (2018) çalışmalarında, az gelişmiş ve gelişmekte olan 48 ülke ekonomisi için 1985-2012 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, politik karar alma süreci ve aktörlerinin finansal gelişim üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, demokratikleşme sürecinin finansal performans üzerindeki etkisinin anlamlı ve ters-U şeklinde bir etkiye sahip olduğu, hükümetlerin oy oranının finansal gelişim üzerindeki etkisinin olumlu, ancak koalisyonların etkisinin ise olumsuz olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Nosier ve El-Karamani (2018) çalışmalarında, 17 MENA ülke ekonomisi için 1990-2015 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini genelleştirilmiş en küçük kareler (GLS) yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, demokrasinin büyüme üzerindeki genel etkisi daha az demokratik ülkelerde ve yoksul ülkelerde negatif, daha demokratik ülkelerde ve zengin ülkelerde pozitif olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır.

Williams (2017) çalışmasında gelişmekte olan ve yükselen ekonomiler için 1982-2011 yılları arasındaki verilerden yararlanarak demokrasinin finansal gelişim ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonucunda, demokrasinin finansal gelişim ile büyüme üzerinde etkili olmadığı sonucuna varmıştır. Şahin (2016) çalışmasında, Türkiye ekonomisi için 1980-2015 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasi, ekonomik özgürlük

ve yolsuzluğun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Granger nedensellik analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik özgürlükten ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğu, ancak ekonomik büyümeden yolsuzluğa ve ekonomik özgürlüğe doğru bir nedenselliğin olmadığı sonucunu ortaya koymuştur. Lehkonen ve Heimonen (2015) çalışmalarında, 49 gelişmekte olan ülke ekonomileri için, 2000-2012 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasi, politik risk ve borsa getirisi arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, demokrasinin borsa getirisi üzerinde etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Rachdi ve Saidi (2015) çalışmalarında, 17 MENA ülke ekonomileri için 1983-2012 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasinin ekonomik gelişme üzerindeki etkisini genelleştirilmiş momentler (GMM) yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, kurumsallaşmış demokrasi skoru, kurumsallaşmış otokrasi skoru, yönetici istihdamının rekabet gücü, yönetici istihdamının açıklığı ve yönetici kısıtlarının MENA ülkelerindeki büyüme üzerinde güçlü ve olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Zouhaier ve Karim (2012) çalışmalarında, MENA bölgesinden 11 ülke ekonomisi için 2000-2009 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Johansen eş bütünleşme ve vektör hata düzeltme modelleriyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, demokrasi ile yatırım arasında, sivil özgürlükler ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğu, ayrıca siyasi haklar ile yatırım arasında da pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Bilecen ve Kibis (2012) çalışmalarında, Türkiye ekonomisi için 1980-2010 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, ekonomik büyüme ile demokrasi arasındaki ilişkiyi Johansen eş bütünleşme ve vektör hata düzeltme modelleri ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, ekonomik büyüme ile demokrasi arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucunu ortaya koymuştur.

Literatürde demokrasi ile sermaye piyasası ve demokrasi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılan birçok ampirik ve teorik çalışmada fikir birliğinin olmadığı yukarıda incelenen birçok yerli ve yabancı çalışmadan tespit edilmiştir. Ancak çalışmaların bahse konu değişkenler ve bileşenleri arasında olumlu ve anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu çerçevede teorik kuramın temel argümanları doğrultusunda literatüre paralel bir şekilde aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H3: Demokrasi indeksi ile borsa performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

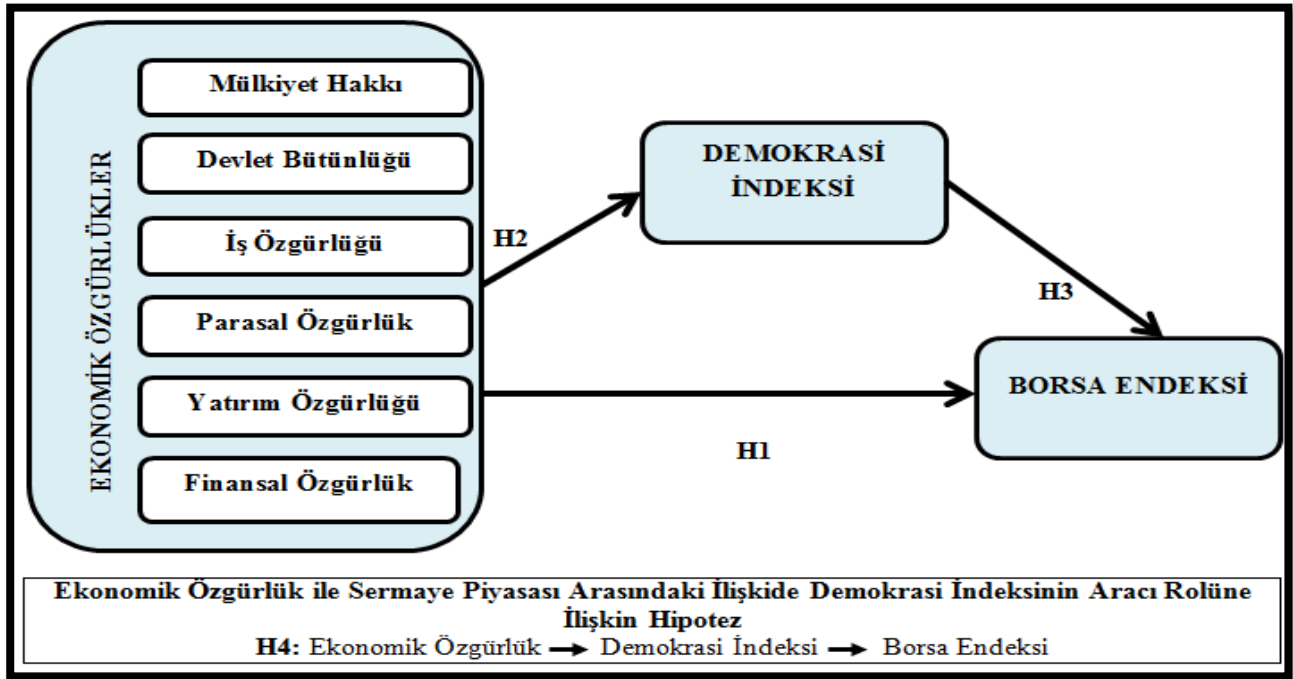
Viana vd. (2020) çalışmalarında, 160 ülke ekonomisi için 2010-2016 yılları arasındaki verilerden yararlanarak, demokrasi ve ekonomik özgürlüğün yolsuzluk üzerindeki ortak etkisini regresyon analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, demokrasi ile ekonomik özgürlüğün ortak etkisinin yolsuzluk düzeyini azalttığını tespit etmişlerdir. Tüter Şahinoğlu ve Giray Yakut (2019) çalışmalarında, 45 Avrupa ülke ekonomisi için 2017 yılı verilerini kullanarak ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünü Kısmi En Küçük Kareler Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucunda, ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünün olduğunu tespit etmişlerdir. Saha vd. (2009) çalışmalarında, 100 ülkenin ekonomisi için ekonomik özgürlüğün, demokrasi indeksinin ve bunların etkileşiminin yolsuzluğun kontrolü üzerindeki etkisini panel veri analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, ekonomik özgürlük ve demokrasi arasındaki etkileşimin yolsuzlukla mücadelede önemli bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Literatürde ekonomik özgürlükle ekonomik gelişme arasındaki ilişkide demokrasi indeksinin aracı rolüne ilişkin yapılan az sayıdaki ampirik ve teorik çalışmada demokrasi indeksinin aracı rolü olduğu yukarıda incelenen yerli ve yabancı çalışmalardan tespit edilmiştir. Bu çerçevede teorik kuramın temel argümanları doğrultusunda literatüre paralel bir şekilde aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H4: Ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasındaki ilişkide demokrasi indeksinin aracı rolü vardır.

2. Metodoloji

2.1. Araştırmanın Test Edilecek Hipotezleri ve Modeli



Şekil 1. Araştırmanın Modeli

Literatürde var olan ulusal ve uluslararası yazındaki teorik ve ampirik çalışmalardan yararlanılarak, literatüre ve teorik kuramın genel argümanlarına bağlı olarak geliştirilen hipotezler aşağıdaki gibidir.

H1: Ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

H2: Ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

H3: Demokrasi indeksi ile borsa performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.

H4: Ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasındaki ilişkide demokrasi indeksinin aracı rolü vardır.

2.2. Yöntem ve Veri Seti

Araştırmanın veri setini geliştirmekte olan ve Ek.1'de sunulan 33 ülkenin 2019 yılı verileri oluşturmaktadır. Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin yapmış olduğu sınıflandırmaya göre verisine ulaşılabilen 33 ülke çalışma kapsamına alınmıştır. Araştırmanın yöntemi olarak yapısal eşitlik modeli (YEM) kullanılmıştır. YEM'e yönelik birkaç yaklaşım olmasına rağmen literatürde en çok kullanılanları varyans ve kovaryans bazlı yaklaşımlardır. Bunlardan birincisi kovaryans temelli (Covariance- based SEM (CB-SEM) AMOS, LISER gibi yazılım programları ile çalışan ve literatürde yaygın olarak kullanılan yaklaşımdır. Bu yaklaşım veri setinin normal dağılım gösterip göstermediğine, uyum indekslerinin uyumuna ve örneklem büyüklüğüne duyarlı bir yaklaşımdır. İkincisi ise varyans temelli PLS-Graph, SmartPLS gibi yazılım programları ile çalışan en küçük kareler [Partial Least Square (PLS-SEM)] yaklaşımdır. Bu yaklaşım CB-SEM yaklaşımında olduğu gibi veri setinin normal dağılım gösterip göstermediğine, uyum indekslerine ve örneklem büyüklüğüne duyarlı değildir. PLS-SEM yöntemi küçük örneklem ile de çalışabilir. Bu yöntem için örneklemin büyüklüğü konusunda kesin bir sayı olmamakla birlikte örneklemin büyüklüğünün 30 ile 100 arasında olması önerilmektedir (Chin ve Newsted, 1999: 134; Tüter Şahinoğlu ve Giray Yakut, 2019: 10). Bu doğrultuda çalışmanın örneklem hacmi 33 olup yeterli sayıdadır. Araştırma kapsamında yer alan ekonomik özgürlüklere ilişkin veriler Heritage Vakfı'nın (Heritage Foundation) hazırlamış olduğu ekonomik özgürlükler indeksinden temin edilmiştir. Demokrasi indeksi ile ilgili veriler The Economist Intelligence Unit kurumu tarafından yayınlanan 2019 raporundan temin edilmiştir. Borsa performansına ilişkin veriler ise www.investing.com adresinden temin edilmiştir. Araştırma kapsamında yer alan değişkenlere ait kavramsal bilgiler Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1. Değişkenlere İlişkin Kavramsal Bilgiler

Değişkenler	Kodu	Değişken Türü
Mülkiyet Hakları	EO1	Egzogen Değişken
Devlet Bütünlüğü	EO3	Egzogen Değişken
İş Özgürlüğü	EO4	Egzogen Değişken
Parasal Özgürlük	EO6	Egzogen Değişken
Yatırım Özgürlüğü	EO11	Egzogen Değişken
Finansal Özgürlük	EO12	Egzogen Değişken
Demokrasi İndeksi	DI1	Aracı (Mediatör) Değişken
Demokrasi İndeksi	DI2	Aracı (Mediatör) Değişken
Demokrasi İndeksi	DI3	Aracı (Mediatör) Değişken
Demokrasi İndeksi	DI4	Aracı (Mediatör) Değişken
Demokrasi İndeksi	DI5	Aracı (Mediatör) Değişken
Borsa Endeksi	BE	Endojen Değişken

Tablo 1 incelendiğinde, ekonomik özgürlük alt boyutlarından “Yargı Etkinliği” EO2, “Emek Özgürlüğü” EO5, “Vergi Yükü” EO7, “Devlet Harcamaları” EO8, “Mali Sağlık” EO9 ve “Ticaret Özgürlüğü” EO10 değişkenlerinin Tablo 2’de yer almadığı görülmektedir. Bu değişkenler yapının güvenilirlik ve geçerliliğini bozduğu için araştırma modelinden çıkarılmıştır. Çıkarılan her değişken ve madde sonrasında PLS algoritması yeniden çalıştırılarak değerler tekrar hesaplanmış ve çalışmada sunulan nihai model oluşturulmuştur.

2.3. Araştırmanın Analizi, Bulguları ve Yorumlanması

Çalışmanın bu bölümü, doğrulayıcı faktör analizi ve yapısal modelin testinden oluşmaktadır. Faktör analizi kısmında araştırma kapsamındaki değişkenlerin güvenilirlik ve geçerlilikleri test edilmiş ve bu koşullar sağlandıktan sonra ikinci aşama olan yapısal modelin testine geçilmiştir. Değişkenlerin güvenilirliğinde, faktör yüklerine göre değerlendirilen madde güvenilirliği, iç tutarlılık güvenilirliği (Cronbach’s alpha) ve kompozit güvenilirliğe (Composite Reliability) göre değerlendirilen yapı güvenilirliği değerleri kullanılmıştır. Değişkenlerin geçerliliğinde ise çıkarılmış ortalama varyans [(Average Variance Extracted) (AVE)] değerine göre değerlendirilmesi yapılan yakınsama geçerliliği ile korelasyon değerlerine bakılan ayrışma geçerliliği (Fornell-Larcker Criterion) değerleri kullanılmıştır (Dülgeroğlu, 2017; Başol, 2018; Tüter Şahinoğlu ve Giray Yakut, 2019).

Literatürde aracılık testlerinde yaygın olarak Baron ve Kenny testi olarak bilinen geleneksel yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemde göre aracılık değişkeninden bahsetme bilmemiz için üç koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlar;

- ✓ Bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni anlamlı olarak etkilemeli. (c yolu)
- ✓ Bağımsız değişkenin aracı değişkeni anlamlı olarak etkilemeli. (a yolu)
- ✓ Aracı değişken modele dahil edildiğinde aracı değişken bağımlı değişkeni anlamlı olarak etkilemelidir. (b yolu)

Ancak son dönemlerde aracı değişkenin analizinde daha güvenilir ve daha geçerli sonuçların elde edilmesini sağlayan çağdaş yaklaşımlar kullanılmaktadır. Bu çağdaş yaklaşım Baron ve Kenny tarafından ileri sürülen geleneksel yaklaşım yöntemini eleştirmektedir. Çağdaş yaklaşıma göre geleneksel yöntemdeki 3 koşulun sağlanmaması durumunda da aracı değişkenden söz edilebilir. Çağdaş yaklaşımda odak noktası dolaylı etki değerlerinin hesaplanması ve hesaplanan değerlerden çıkarımlar yapılmasıdır. Son dönemlerde indeks puanı yüksek dergilerde çağdaş yaklaşım yöntemi kullanıldığı gözlemlenmiştir (Gürbüz, 2019: 54-55). Çalışmada da aracı değişken analizinde çağdaş yaklaşım yöntemi tercih edilmiştir.

2.3.1. Ölçüm Modeline Ait Güvenirlik Testi

Araştırma kapsamında yer alan değişkenlere ait madde, iç tutarlılık ve yapı güvenirliliği test sonuçları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Araştırma Modeline Ait Güvenirlik Sonuçları

Faktörler	Değişkenler	Madde Güvenirliği	İç Tutarlılık Güvenirliği	Yapı Güvenirliği
		Faktör Yükleri	Cronbach's Alpa (α)	Composite Reliability (Bileşik Güvenirlik)
Ekonomik Özgürlük	EO1	,560	,798	,857
	EO3	,626		
	EO4	,735		
	EO6	,717		
	EO11	,748		
	EO12	,839		
Demokrasi İndeksi	DI1	,733	,814	,872
	DI2	,842		
	DI3	,818		
	DI4	,811		
	DI5	,570		
Borsa Endeksi	BE	1,000	1,000	1,000

Tablo 2 incelendiğinde, ekonomik özgürlük değişkenine ait maddelerin faktör yüklerinin ,560 ile ,839 arasında değişen değerler aldığı, demokrasi indeksi değişkenine ait maddelerin faktör yüklerinin ise ,570 ile ,842 arasında değişen değerler aldığı görülmektedir. Hair vd.'nin (2014) ifade ettiği gibi, faktör yüklerinin en az ,70 ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Ancak yeni geliştirilen ölçeklerde bu değerlerin daha da düşük olabileceği ifade edilmektedir. Model ve ölçek geliştirme çalışmalarında maddelere ait faktör yüklerinin ,50 ile ,60 arasında kabul edilebileceği Hulland (1999) tarafından ifade edilmiştir. Bu doğrultuda çalışma açıklayıcı bir çalışma olduğundan dolayı faktör yükleri için kabul edilebilir değer olarak ,50 ve üzeri değerler dikkate alınmıştır. Tablo 2 incelendiğinde gerek ekonomi özgürlük değişkenine ait maddelerin faktör yüklerinin gerekse demokrasi indeksine ait maddelerin faktör yüklerinin 0,50 eşik değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum araştırma kapsamındaki değişkenlerin madde güvenirliliğini sağladığını gösterir. Borsa endeksi değişkeni tek bir madde ile ölçüldüğünden dolayı gerek madde faktör yükü gerekse yapı geçerliliği 1,000 olarak görülmektedir. İç tutarlılık güvenirliliği cronbach's alpha ile ölçülmüştür. Literatürde cronbach's alpha değerinin 0,70'in üzerinde olması gerektiği ifade edilmektedir. Tablo 2'de cronbach's alpha değerine baktığımızda bu değer hem ekonomik özgürlük açısından hem de demokrasi indeksi açısından literatürde ifade edilen eşik değer üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum araştırma kapsamındaki değişkenlerin iç tutarlılık açısından güvenilir olduğunu gösterir. Bileşik güvenirlilik (Composite Reliability) için literatürde ifade edilen eşik değer ,60'dır. Bu değer altındaki değerler yeterli güvenirliliğe sahip olmadığını gösterir (Sarstedt vd., 2017). Bu doğrultuda Tablo 2 incelendiğinde tüm değişkenlere ait bileşik güvenirlilik değerlerinin eşik değer olan ,60 değerinden büyük olduğu görülmektedir. Bu durum araştırma kapsamındaki değişkenlerin yapı güvenirliliğini sağladığını gösterir. Sonuç olarak hem madde güvenirliliği, hem iç tutarlılık güvenirliliği hem de yapı güvenirliliği sağlandığından dolayı araştırma kapsamındaki değişkenlerin gerekli güvenirlilik koşullarını sağladığını söyleyebiliriz.

2.3.2. Ölçüm Modeline Ait Geçerlilik Testi

Araştırma kapsamında yer alan değişkenlere ait yakınsama ve ayrışma geçerlilik analiz sonuçları Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3. Araştırma Modeline Ait Geçerlilik Sonuçları

Değişkenler	Faktörler	Yakınsama Geçerliliği	Ayrışma Geçerliliği (Fornell-Larcker)		
		Average Variance Extracted (AVE)	BE	DI	EO
Borsa Endeksi	BE	1,000	1,000		
Demokrasi İndeksi	DI	0,580	0,729	0,761	
Ekonomik Özgürlük	EO	0,504	0,710	0,693	0,710

Tablo 3'de araştırma modeline ilişkin yakınsama ve ayrışma geçerlilik test sonuçları verilmiştir. Yakınsama geçerliliğinin sağlanıp sağlanmadığı açıklanan ortalama varyans değerine bakılarak değerlendirilir. Bu değer 0,50'den büyük olması istenir (Hair vd. 2010). Ayrışma geçerliliğinin sağlanıp sağlanmadığını test etmek için üç değer kullanılmaktadır. Bu değerler, çapraz yükleme (cross-loading), Fornell-Larcker ve HTMT değerleridir (Doğan, 2019: 46). Çalışmada Fornell-Larcker değeri kullanılmıştır. Fornell-Larcker kriterine göre araştırma kapsamında yer alan her bir değişkenin AVE değerlerinin karekökünün aynı sütunda yer alan diğer değişkenlerle olan korelasyonlarından büyük olması gerekmektedir (Doğan, 2019: 46). Tablo 3 incelendiğinde gerek AVE değerlerinin eşik değer olan ,50 değerinin üzerinde olduğu, gerekse Fornell-Larcker değerlerinin aynı sütunda yer alan diğer değişkenlerden büyük olduğu görülmektedir. Bu durumda hem yakınsama geçerliliğinin hem de ayrışma geçerliliğinin sağlandığını söyleyebiliriz.

2.3.3. Bulgular ve yorumlanması

Araştırma kapsamında yer alan tahmin modeline ait güvenilirlik ve geçerlilik koşulları sağlandığından sonra ikinci aşamada yapısal modelin değerlendirilmesine geçilmiştir. Yapısal modelin analizi içinde bootstrapping sayısı 5000 olarak belirlenmiş ve SmartPLS algoritması çalıştırılmıştır (Henseler vd., 2009). Araştırılan modele ilişkin yol katsayıları (β), t istatistik ve p anlamlılık değerleri Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4. Araştırma Modeline İlişkin Path Coefficients T-İstatistik Değerleri

Değişkenler	β (Beta)	(t) İstatistik Değeri	P Değeri
Demokrasi İndeksi ->Borsa Endeksi	0,457	1,868	0,062
Ekonomik Özgürlük ->Borsa Endeksi	0,393	1,794	0,073
Ekonomik Özgürlük -> Demokrasi İndeksi	0,693	7,709	0,000*
Ekonomik Özgürlük -> Demokrasi İndeksi-Borsa Endeksi	0,317	1,613	0,107

Not: * %1, önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 4 incelendiğinde demokrasi indeksi ile borsa performansı arasında anlamlı ($p=0,062$) bir ilişki olmadığı görülmektedir. İlişkinin t değeri ($t=1,868$) incelendiğinde, literatürde ifade edilen 1,96 eşik değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durum değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını gösterir. Aynı şekilde ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında da anlamlı ($p=0,073$) bir ilişki olmadığı görülmektedir. Bu ilişkinin t değeri ($t=1,794$) incelendiğinde literatürde ifade edilen 1,96 eşik değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durum değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını gösterir. Ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasında ise anlamlı ($p=0,000$) ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. İlişkinin t değeri ($t=7,709$) incelendiğinde, literatürde ifade edilen 2,58 eşik değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksi arasındaki ilişkinin 0,01 önem düzeyinde anlamlı olduğunu gösterir. Ayrıca ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin

anlamli ($p=0,107$) bir etkisi olmadığı da görülmektedir. Bu ilişkinin t değeri ($t=1,613$) incelendiğinde literatürde ifade edilen 1,96 eşik değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durum değişkenler arasında anlamli bir ilişkinin olmadığını gösterir. Başka bir ifadeyle ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünün olmadığı görülmektedir. Tüm bu sonuçlara göre geliştirilen araştırma hipotezlerinin sonuçları Tablo 5'de verilmiştir.

Tablo 5. Araştırmanın Hipotez Sonuçları

Hipotez	Yorum	Hipotez	Yorum
H1: EO -> BE	Desteklenmedi	H3: DI -> BE	Desteklenmedi
H2: EO -> DI	Desteklendi	H4: EO -> DI -> BE	Desteklenmedi

R^2 değeri, araştırma kapsamındaki egzogen değişkenlerin endojen değişkenlerin % kaçını açıkladığını gösteren bir değerdir. R^2 değeri 0,25 ise zayıf, 0,50 ise orta ve 0,75 ise güçlü olarak değerlendirilir (Henseler vd., 2009; Hair vd., 2011; Doğan, 2019). Araştırma kapsamındaki değişkenlere ait R^2 değerleri Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6. R^2 Sonuçları

Değişkenler	R^2 Değerleri
Borsa Endeksi	0,612
Demokrasi İndeks	0,480

Tablo 6 incelendiğinde demokrasi indeksi değişkeninin R^2 değeri 0,480'dir. Bu durum demokrasi indeksinin %48'nin ekonomik özgürlük değişkeni tarafından açıklandığını gösterir. R^2 değerinin 0,50'den küçük olması demokrasi indeksinin ekonomik özgürlük değişkeni tarafından düşük seviyede açıklandığını gösterir. Borsa endeksinin R^2 değeri ise 0,612'dir. Bu durum borsa performansının %61'inin demokrasi indeksi ve ekonomik özgürlük değişkeni tarafından açıklandığını gösterir. R^2 değerinin 0,50'den büyük ve 0,75'den küçük olması borsa performansının demokrasi indeksi ve ekonomik özgürlük değişkeni tarafından orta seviyede açıklandığını gösterir.

Sonuç ve Değerlendirme

Çalışmanın amacı, gelişmekte olan 33 ülkenin verilerinden yararlanarak ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında demokrasi indeksinin aracı rolünün olup olmadığını ampirik olarak araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda ekonomik özgürlük ile ilgili veriler ABD kökenli Heritage Vakfı (Heritage Foundation) tarafından hazırlanan ekonomik özgürlük indeksinden, demokrasi indeksine ilişkin veriler İngiliz The Economist Intelligence Unit kurumunun yayınlamış olduğu 2019 raporundan, borsa endeksine ilişkin veriler ise www.investing.com adresinden elde edilmiştir. Çalışmada verilerin analizinde Yapısal Eşitlik Modeli yaklaşımlarından varyans temelli en küçük kareler [Partial Least Square (PLS-SEM)] yaklaşımı kullanılmıştır. Bu yöntemin tercih edilmesinin nedeni veri setinin küçük olmasıdır. Araştırmanın analizleri iki adımda gerçekleştirilmiştir. Birinci adımda indikatörlerin güvenilirliği ve geçerliliği test edilmiş, bu koşullar sağlandıktan sonra ikinci adım olan yapısal modelin testine geçilmiştir. Bu aşamada modele ilişkin hipotezlerin testi gerçekleştirilmiştir. Bu testlerin yapılmasında Smart-PLS3 istatistik programından yararlanılmıştır. PLS yol katsayılarının anlamlılık düzeylerini belirlemek için yeniden örneklem (Bootstrapping) 5000 türev örneklem ile gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, ekonomik özgürlük ile demokrasi indeksinin borsa performansı üzerinde anlamli bir etkisinin olmadığını, ancak ekonomik özgürlüğün demokrasi indeksi üzerinde anlamli bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Araştırmanın amacını oluşturan ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında demokrasi indeksinin aracı (mediatör) rolünün de olmadığı tespit edilmiştir.

Literatürde gerek ekonomik özgürlük ile borsa performansı arasında, gerek ekonomik özgürlük ile ekonomik büyüme arasında, gerekse demokrasi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine çok sayıda ampirik ve teorik çalışma mevcutken, ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolü üzerine yapılmış

yok denecek kadar az sayıda çalışma olduğu düşünülmektedir. Böyle bir çalışmanın yapılmamış olması önemli bir boşluktur. Çalışmanın bu boşluğu doldurarak literatüre bu anlamda önemli katkı sağlaması beklenmektedir. Çalışmanın literatüre önemli katkı sağlaması beklendiğinden dolayı gelecekteki çalışmalara yol gösterici olması açısından önemli olacağı düşünülmekte ve bu kapsamda araştırma yapacak olan araştırmacılara şu öneriler verilebilir;

- i. Araştırmanın evrensel olabilmesi için gelişim düzeyi farklı ülkeler ile karşılaştırılarak yapılması,
- ii. Araştırmanın daha kapsamlı değerlendirilebilmesi için başka değişkenlerin dahil edilmesi,
- iii. Araştırma veri setinin daha geniş dönemleri kapsayacak şekilde araştırmaya dahil edilmesi önerilmektedir.

Kaynakça

- Akıncı, M., Yüce, G., & Yılmaz, Ö. (2014). Ekonomik özgürlüklerin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri: Bir panel veri analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 81-96.
- Akkaya, M. (2018). Ekonomik özgürlük, demokrasi kalitesi, insani gelişmişlik ve yolsuzluk algısı ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin analizi. *ArelEysad*, 3(1), 15-24.
- Altınar, A., & Sungur, O. (2019). Ekonomik büyüme sürecinde ekonomik özgürlüklerin rolü: Yükselen piyasa ekonomilerinden ampirik kanıtlar. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(17), 181-202.
- Arlı, O.E., Poyraz, E., & Özkoç, H.H. (2019). Demokrasinin sermaye piyasaları üzerinde etkisi: OECD ülkeleri üzerine bir inceleme. *OPUS-Uluslararası Toplum Araştırmaları Dergisi*, 14(20), 572-593.
- Başol, O. (2018). OECD ülkelerinde yaşam tatmini üzerine bir değerlendirme. *"İŞ, GÜÇ" Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, 20(3), 67-86.
- Bayramoğlu, T., & Çelebi Boz, F. (2017). Ekonomik özgürlüklerin iktisadi büyümeye etkisi: İslam işbirliği teşkilatı ülkeleri üzerine panel veri analizi. *Yönetim ve Ekonomi*, 24(3), 913-927.
- Berggren, N. (2003). The benefits of economic freedom. A survey. *The independent review*, 8 (2), 193- 211.
- Beşkaya, A., & Manan, Ö. (2009). Ekonomik özgürlükler ve demokrasi ile ekonomik performans arasındaki ilişkinin zaman serileri ile analizi: Türkiye örneği. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 47-76.
- Bilecen, H., & Kibis, E.Y. (2012). Economic growth and democracy in Turkey. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10(20), 137-155.
- Burnie, D.A. (2019). Democracy, dictatorship, and economic freedom signals in stock market. *Int J Fin Econ.*, 1-16.
- Chen, C.R., & Huang, Y.S. (2009). Economic freedom, equity performance and market volatility. *International Journal of Accounting and Information Management*, 17(2), 189-197.
- Chin, W.W., & Newstwd, P.R. (1999). *Structural equation modeling analysis with small samples using partial least squares. In: Hoyle R (Ed.), Dtatistical strategies for small sample research (pp.:307-341)*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Dawid, P., Katarzyna, S, & Michal, P. (2013). Economic freedom, democracy and economic growth: a causal investigation in transition countries. *Post-Communist Economies*, 25(3), 267-288.
- Democracy index. (2019). A report from the Economist Intelligence Unit, [online]. <https://www.eiu.com/n/campaigns/democracy-index-2019.pdf>. Erişim Tarihi: 27.02.2020.
- Doğan, D. (2019). *SmartPLS ile veri analizi*. Ankara: Zet Yayınları
- Dülgeroğlu, İ. (2017). Son tüketicilerin değer bilinci ve fiyat-kalite ilişkilerinin internet üzerinden satın alma davranışı üzerindeki etkisi: Kırklareli ilinde bir araştırma. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 53-63.
- Eldomiaty, T., Al Qassemi, T. B.F., Mabrouk, A.F., & Abdelghany, L.S. (2015). Institutional quality, economic freedom and stock market volatility in the MENA region. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(3), 262-283.
- Erkuş, S. (2016). *Demokrasi, ekonomik özgürlük ve ekonomik büyüme ilişkisi*, yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hatay.
- Gorlach, V.I., & Le Roux, P. (2015). The impact of economic freedom on economic growth in the SADC: An individual component analysis. *J.Stud.Econ.Econometrics*, 39(2), 41-63.

- Gürbüz, S. (2019). *Sosyal bilimlerde aracı, düzenleyici ve durumsal etki analizleri*. Ankara: Seçkin.
- Hair, J.F., Hult, G.T.M., Ringle, C.M., & Sarstedt, M. (2014). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM), Second edition*, Sage Publication, Los Angeles.
- Hair, J.F., Ringle, C.M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-sem: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 19(2), 139-151.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. (2010). *Multivariate data analysis, 7 th edition*. Pearson Prentice Hall, New Jersey.
- Han, K.C. & Suk, D.Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2),143-155.
- Hanke, S.H., & Walters, S.J.K. (1997). Economic freedom, prosperity, and equality: a survey. *Cato journal*, 17 (2), 117-146.
- Henseler, J., Ringle, C.M., & Sinkovics, R.R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. Sinkovics, R. and Ghauri, P. (Ed.) *New Challenges to International Marketing (Advances in International Marketing)*, (20), Emerald, Bingley, 277-319.
- Heritage Foundation. (2020). 2019 Index of economic freedom. <https://www.heritage.org/index/explore?view=by-regioncountryyear&u=636967067347971774>, (Erişim Tarihi: 27.02.2020)
- Hulland, J. (1999). Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: a review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20(2), 195-204.
- Karamustafa, O., & Karakaya, A. (2004). Enflasyonun borsa performansı üzerindeki etkisi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1), 23-35.
- Kılıcı, E.N. (2019). Analysis of the relationship between economic freedom index and stock market indices; Evidence from Turkey. *Maliye ve Finans Yazıları*, 111, 117-134.
- Lehkonen, H., & Heimonen, K. (2015). Democracy, political risks and stock market performance. *Journal of International Money and Finance*, 59, 77-99.
- Lins, K.V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Münyas, T. (2020). The Relationship between Democracy and Economic Growth in Developed and Developing Countries: Panel Data Analysis. *SSRG International Journal of Economics and Management Studies (SSRG-IJEMS)*, 7(2), 43-52.
- Nosier, S., & El-Karamani, A. (2018). The indirect effect of democracy on economic growth in the MENA region (1990-2015). *Economies*, 6(61), 1-24.
- Öztürk Çetenak, Ö., & Işık, M. (2016). Ekonomik özgürlükler ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi: OECD ülkeleri üzerine bir uygulama. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 6 (1), 1-16.
- Paramati, S. R., Roca, E., & Gupta, R. (2016). Economic freedom and stock market interdependence: Evidence from the Australasian region. *Proceedings of Academics World 17th International Conference*, 15th January, Tokyo, Japan.
- Polat, A., Satti, S., & Rehman, I. (2013). On the causal Chan of economic freedom and stock market development in Malaysia: Structural equation modeling approach. *Actual Problems Of Economics*, 8(146), 351-362.
- Qiu, J. (2016). Analysis of the relationship between economic freedom and the stability of stock prices. *All Graduate Plan B and other Reports*, 784. <https://digitalcommons.usu.edu/gradreports/784>, (Erişim Tarihi: 26.08.2020).
- Rachdia, H., & Said, H. (2015). Democracy and economic growth: Evidence in MENA countries. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 191, 616-621.
- Rasihah, D., Ying, T.L., & Solarin, Ş.A. (2016). Economic freedom index and stock returns in Malaysia. *Theoretical and Applied Economics*, XXIII, 1(606), 213-236.
- Saha, S., Gounder, R., & Su, J.J. (2009). The interaction effect of economic freedom and democracy on corruption: A panel cross-country analysis. *Economics Letters*, 105(2), 173-176.
- Sarstedt, M., Ringle, C.M., & Hair, J.F. (2017). Partial least squares structural equation modeling, https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-319-05542-8_15-1, (Erişim Tarihi: 28.07.2020).

- Şahin, İ. (2016). Türkiye'de 1980-2015 yılları arası demokrasi, ekonomik özgürlük ve yolsuzlukların ekonomik büyümeye etkileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 6(2), 317-334.
- Smimou, K., & Karabegovic, A. (2010). On the relationship between economic freedom and equity returns in the emerging markets: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) stock market. *Emerging Markets Review*, 11, 119-151.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Torun, T., & İlgün, M.F. (2018). Finansal gelişme üzerinde politik faktörlerin etkisi: Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik bir analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 13(3), 181-204.
- Tunçsiper, B., & Biçen, Ö.F. (2014). Ekonomik özgürlükler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin panel regresyon yöntemiyle incelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(2), 25-45.
- Tüter Şahinoğlu, K., & Giray Yakut, S. (2019). Yapısal eşitlik modeli ile özgürlüklerin ekonomik performansa etkisi üzerine bir inceleme. *Journal of Econometrics and Statistics*, 30, 1-20.
- Viana, C.J.P., Ruiz, J.L.R., Ramirez, C.A., & Camargo, J.L.R. (2020). The joint effect of democracy and economic freedom on corruption. *Journal of Public Administration/Rio de Janeiro*, 54(2), 286-300.
- Welch, E. (2003). The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian Journal of Management*, 28(3), 287-305.
- Williams, K. (2017). Does democracy dampen the effect of finance on economic growth? *Empirical Economics*, 52(2), 635-658.
- Wu, W., & Davis, O.A. (1999). The two freedoms, economic growth and development: an empirical study. *Public choice*, 100 (1– 2), 39- 64.
- Zaman, K., Khan, M.M., & Ahmad, M. (2011). Relationship between economic freedom and pro-poor growth: Evidence from Pakistan (1995-2010). *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, 2(1), 24-35.
- Zouhaier, H., & Karim, K.M. (2012). Democracy, investment and economic growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(3), 233-240.
- <https://www.investing.com/indices/turkey-indices>, (Erişim Tarihi: 27.02.2020).

EK

Ek 1. Araştırma Kapsamındaki Ülkeler ve Önemli Borsa Endeksleri

Sıra No	Ülke	Kullanılan Endeks
1	Arjantin	S&P Merval (MERV)
2	Bangladeş	Dhaka Stock Exchange 30 (DS30)
3	Brezilya	Bovespa (BVSP)
4	Çin	Shanghai Composite (SSEC)
5	Mısır	EGX 30 (EGX30)
6	Hindistan	BSE Sensex 30 (BSESN)
7	Endonezya	IDX Composite (JKSE)
8	Ürdün	Amman Borsası (AMGNRLX)
9	Fas	Tüm Fas Hisseleri (MASI)
10	Meksika	S&P/BMV IPC (MXX)
11	Malezya	FTSE Malaysia KLCI (KLSE)
12	Nijerya	NSE 30 (NGSE30)
13	Peru	S&P Lima General (SPBLPGPT)
14	Filipinler	PSEi Composite (PSI)
15	Rusya	MOEX Russia (IMOEX)
16	Tayland	SET Index (SETI)
17	Tunus	Tunindex (TUNINDEX)
18	Türkiye	BİST 100 (XU100)
19	Vietnam	HNX 30 (HNX30)

20	Güney Afrika	South Africa Top 40 (JTOPI)
21	Sudi Arabistan	MSCI TADAWUL 30 Price Return (MISAT0002PSA)
22	Şili	S&P CLX IPSA (SPIPSA)
23	Kolombiya	COLCAP (COLCAP)
24	Panama	Baltic Panamax (BPNI)
25	Ukrayna	PFTS (PFTSI)
26	Sri Lanka	CSE All-Share (CSE)
27	Hırvatistan	CROBEX (CRBEX)
28	Macaristan	Budapest SE (BUX)
29	Polonya	WIG30 (WIG30)
30	Ekvador	Ecuador General Adj (BVQA)
31	Jameika	JSE Market (JSEMI)
32	Kenya	Kenya NSE 20 (NSE20)
33	Botswana	BSE Domestic Company (DCIBT)

Extended Abstract

Aim and Scope

The purpose of the study is to estimate the mediating role of the democracy index with the Structural Equation Model (SEM) in the impact of economic freedom on the stock market performance by using the 2019 data of 33 developing countries.

Methods

One of the Structural Equation Model approaches, variance-based Partial Least Square (PLS-SEM)] approach was used as the method of the research. The main reason why this method is preferred is the small sample size. The estimation variable of the study is economic freedoms, the intermediary variable is democracy index and the result variable is the stock market index. Data on economic freedoms were obtained from the Index of Economic Freedom, prepared by the Heritage Foundation. The data on the democracy index were obtained from the 2019 report published by The Economist Intelligence Unit (The EIU). Data on stock exchange performance were obtained from www.investing.com. The analysis of the study was carried out in two stages. In the first step, the validity and reliability of the scales were tested. After these conditions were met, the second stage, the model, was tested. In order to measure the reliability of the scales, item reliability, internal consistency (Cronbach's Alpha) reliability and structure reliability tests were applied. Convergence validity and divergence validity tests were used to measure the validity of the scales. Smart-PLS3 statistics program was used to test the hypotheses related to the model.

Findings

It was determined that the factor loadings of the items belonging to the economy freedom variable and the items belonging to the democracy index were higher than the 0.50 threshold value stated in the literature. This situation indicates that the variables within the scope of the research provide the item reliability. Since the stock market index variable is measured with a single item, both item factor load and construct validity are seen as 1,000. Internal consistency reliability (Cronbach's alpha) value was found to be 0.798 for the economic freedom scale and 0.814 for the democracy index scale. This shows that the variables within the scope of the research are reliable in terms of internal consistency. The threshold value expressed in the literature for Composite Reliability is 60. Values below this value indicate that it does not have sufficient reliability (Sarstedt et al., 2017). Reliability analysis results revealed that for the structural reliability, the economic freedom scale was 0.857 and the democracy index scale was 0.872. This situation shows that the variables within the scope of the research provide the structure reliability.

The validity of the scales was measured by convergence and divergence validity tests. Whether convergence validity is achieved is evaluated by looking at the average variance value explained. Whether the discrimination validity was provided was measured by Fornell-Larcker test. It was determined that both variables took values above the threshold value stated in the literature. This situation indicates that the scales within the scope of the research meet the validity conditions.

According to the results of the Structural Equation Model analysis, it is seen that there is only a significant ($p = 0.000$) and positive relationship ($= 0.693$) between economic freedom and democracy index. It was found that both economic freedom and democracy index do not have a significant effect on stock market performance. Likewise, it has been determined that the democracy index does not have a mediating role between economic freedom and stock market performance.

Conclusion

The purpose of the study is to estimate the mediating role of the democracy index with the Structural Equation Model (SEM) in the impact of economic freedom on the stock market performance by using the 2019 data of 33 developing countries. For this purpose, the economic freedom data was obtained from the Index of Economic Freedom IEF prepared by the Heritage Foundation, and the data related to the democracy index was obtained from the 2018 report published by The Economist Intelligence Unit. Stock index data were obtained from www.investing.com. SPSS and SmartPLS3 package programs were used in the analysis of variables within the scope of the research. The results of the analysis revealed that there is no significant relationship between the economic freedom index and stock market performance, and the democracy index does not play a role in the effect of economic freedom on stock market performance. However, it revealed a significant relationship between the economic freedom index and the democracy index.